

Tác động của chính sách phát hành trái phiếu đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các công ty xuất nhập khẩu nông sản tại Việt Nam

Bùi Phương Chi¹, Nguyễn Thế Quang^{2*}

¹Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, phường Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam

²Công ty Cổ phần Tập đoàn Thực phẩm Liên Việt Xanh, 4 ngõ 4 Kim Đồng, phường Hoàng Mai, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận bài 10/6/2026; ngày chuyển phản biện 12/6/2026; ngày nhận phản biện 1/7/2026; ngày chấp nhận đăng 9/7/2026

Tóm tắt:

Nghiên cứu này phân tích tác động của hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp đến hiệu quả hoạt động kinh doanh thông qua tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS) của 63 công ty niêm yết trong lĩnh vực xuất nhập khẩu nông sản ở Việt Nam trong giai đoạn từ năm 2014 đến năm 2023. Tác giả xây dựng mô hình hồi quy đa biến, sử dụng biến giả phát hành trái phiếu BOND làm thước đo cho giai đoạn áp dụng các quy định khắt khe về công bố thông tin trái phiếu theo Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 của Chính phủ có hiệu lực kể từ ngày 1/2/2019. Kết quả thực nghiệm chỉ ra rằng, yêu cầu minh bạch hóa có mối tương quan nghịch biến có ý nghĩa thống kê đối với cả hai chỉ tiêu ROA và ROS. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp và tính thanh khoản đóng góp tích cực vào việc cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh. Phát hiện này cho thấy, áp lực suy giảm lợi nhuận ngắn hạn khi doanh nghiệp phải tuân thủ chuẩn mực công bố thông tin mới, qua đó đặt ra yêu cầu cấp thiết về việc kiện toàn hành lang pháp lý về minh bạch thông tin trái phiếu và thúc đẩy các dịch vụ xếp hạng tín nhiệm nhằm hỗ trợ thị trường nợ phát triển bền vững.

Từ khóa: hiệu quả hoạt động, nông sản, trái phiếu doanh nghiệp, Việt Nam, xuất nhập khẩu.

Chỉ số phân loại: 5.2

The impact of corporate bond issuance policy on business performance: Evidence from agricultural import and export companies in Vietnam

Phuong Chi Bui¹, The Quang Nguyen^{2*}

¹VNU University of Economics and Business, 144 Xuan Thuy Street, Cau Giay Ward, Hanoi, Vietnam

²Lien Viet Xanh Green Foods Corporation, 4 Alley 4, Kim Dong Street, Hoang Mai Ward, Hanoi, Vietnam

Received 10 June 2026; revised 1 July 2026; accepted 9 July 2026

Abstract:

This study analyses the effect of corporate bond issuance on the business performance of 63 listed agricultural import and export firms in Vietnam over the 2014-2023 period, using return on assets (ROA) and return on sales (ROS) as performance indicators. A multivariate regression model is developed, using the dummy variable BOND as a proxy for the period during which stringent requirements for the disclosure of bond-related information under Vietnamese Government Decree 163/2018/ND-CP, dated 4 December 2018 and effective from 1 February 2019, were in force. The empirical results reveal that increased transparency requirements are negatively and statistically significantly associated with both ROA and ROS. Conversely, firm size and liquidity are positively associated with business performance. The findings show that firms face short-term profitability pressures when complying with new disclosure requirements, highlighting the urgent need to strengthen the regulatory framework governing transparency in bond-related information disclosure and to stimulate the development of credit rating services in order to support the sustainable development of the corporate debt market.

Keywords: agricultural product, corporate bond, firm performance, import-export, Vietnam.

Classification number: 5.2

*Tác giả liên hệ: Email: quangnguyen@lienvietxanh.com

1. Đặt vấn đề

Việc phụ thuộc quá nhiều vào dòng tín dụng từ hệ thống ngân hàng thương mại đã luôn đặt nền kinh tế Việt Nam trước những rủi ro tiềm ẩn [1]. Để phân tán rủi ro trong các chu kỳ suy thoái, mở rộng kênh dẫn vốn qua trái phiếu doanh nghiệp là giải pháp trọng tâm giúp các tổ chức kinh doanh đa dạng hóa nguồn tài trợ. Tuy nhiên, thực tế tại Việt Nam, kênh dẫn vốn này tại thị trường vốn Việt Nam ở mức khá nhỏ, tương đương xấp xỉ 12% GDP vào năm 2023, tạo ra khoảng cách lớn so với các nền kinh tế láng giềng hay trong khu vực như Thái Lan, Hàn Quốc. Trong khi đó, với giá trị kim ngạch xuất khẩu nông sản đạt đỉnh 62,5 tỷ USD trong năm 2024 [2], các tổ chức hoạt động trong lĩnh vực này đang phát sinh nhu cầu vốn khổng lồ nhằm nâng cấp hạ tầng logistics và hiện đại hóa dây chuyền chế biến sâu. Nhằm cải thiện bức tranh này, khi Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp bắt đầu có hiệu lực kể từ tháng 2/2019, các tổ chức phát hành trái phiếu đã bị ràng buộc bởi những quy định nghiêm ngặt hơn về minh bạch thông tin trên hệ thống của Sở Giao dịch Chứng khoán, tạo nên một sự thay đổi lớn trên thị trường vốn [3, 4].

Thêm vào đó, với góc nhìn lý thuyết lá chắn thuế (tax shield), việc huy động nợ qua kênh trái phiếu tạo ra các khoản chi phí lãi vay được khấu trừ thuế thu nhập doanh nghiệp, từ đó giúp tối ưu hóa cấu trúc tài chính và gia tăng lợi nhuận ròng. Đồng thời, theo lý thuyết đại diện (agency theory), nghĩa vụ hoàn trả nợ định kỳ kết hợp với yêu cầu nâng cao tính minh bạch sẽ đặt ra áp lực kỷ luật tài chính nghiêm ngặt lên bộ máy quản trị, buộc nhà quản lý phải nâng cao hiệu quả vận hành. Sự kết hợp giữa lợi ích lá chắn thuế và cơ chế siết chặt kỷ luật quản trị này được kỳ vọng sẽ mang lại những tác động tích cực đến kết quả hoạt động tổng thể của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các lý thuyết này được hình thành chủ yếu trên nền tảng giả định về thị trường nợ hoàn hảo tại các quốc gia phát triển, nơi chi phí ma sát giao dịch rất thấp. Vì vậy, một vấn đề đáng được kiểm chứng là liệu các quy luật này có còn giữ nguyên giá trị trong bối cảnh thị trường đang chuyển đổi và chịu tác động của một bước ngoặt chính sách, hay ngược lại, có thể xuất hiện những nghịch lý thực nghiệm đi ngược với các dự đoán của lý thuyết.

Xuất phát từ thực tiễn đó, nghiên cứu này đi tìm lời giải cho vấn đề: Liệu dòng vốn huy động từ trái phiếu có thực sự đóng góp vào việc tối ưu hóa lợi nhuận của doanh nghiệp nông sản dưới áp lực của khung pháp lý mới và những biến cố vĩ mô? Bài nghiên cứu tập trung đánh giá tác động của việc phát hành trái phiếu đến hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu

nông sản niêm yết thông qua các chỉ số tài chính cốt lõi như tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu (ROS). Bài báo cũng phân tích liệu việc huy động vốn qua kênh trái phiếu doanh nghiệp có giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chi phí tài chính và tạo ra giá trị bền vững trong bối cảnh thị trường biến động và ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 hay không.

Nghiên cứu xây dựng một bộ dữ liệu bảng gồm 63 doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) và Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) trong giai đoạn 10 năm (2014-2023). Bằng việc xây dựng mô hình kinh tế lượng dữ liệu bảng kiểm soát chặt chẽ với hiệu ứng cố định theo thời gian (time fixed effect), nghiên cứu này đóng góp vào tổng quan khoa học, học thuật về nghịch lý của lý thuyết lá chắn thuế và lý thuyết đại diện khi nợ và sự minh bạch hóa trái phiếu phát sinh tác động tiêu cực ngắn hạn đến hiệu quả sinh lời, cho thấy chi phí tuân thủ chính sách mới có thể lấn át lợi ích lá chắn thuế nợ vay trong bối cảnh chịu cú sốc vĩ mô. Về mặt thực tiễn, bài nghiên cứu cung cấp cho các nhà quản trị doanh nghiệp cái nhìn rõ nét về mối liên kết giữa các chỉ số sức khỏe tài chính và hiệu quả kinh doanh. Nghiên cứu đưa ra căn cứ để các doanh nghiệp điều chỉnh cấu trúc nợ, kiểm soát tính thanh khoản và tối ưu hóa mô hình tài chính nhằm thích nghi với môi trường tài chính linh hoạt và các quy định pháp lý ngày càng nghiêm ngặt.

Nghiên cứu này nhằm phân tích mối tương quan giữa các chính sách phát hành trái phiếu doanh nghiệp và hoạt động kinh doanh trên cơ sở mẫu các công ty niêm yết tại Việt Nam. Bài nghiên cứu được cấu trúc 5 phần. Phần 1: Giới thiệu tổng quát lý do chọn đề tài, đối tượng nghiên cứu, đóng góp của bài nghiên cứu trong thực tiễn và học thuật. Phần 2: Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết đề cập tổng quan các công trình nghiên cứu trước đây liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, từ đó phát triển lập luận giả thuyết nghiên cứu. Phần 3: Phương pháp nghiên cứu trình bày phương pháp và dữ liệu nghiên cứu, trong khi phần 4: Kết quả thực nghiệm báo cáo kết quả thực nghiệm và bàn luận. Trên cơ sở các phát hiện nghiên cứu, phần 5: Kết luận đưa ra tổng quát thực nghiệm về mối quan hệ tình hình trái phiếu doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đồng thời đề cập đến các điểm hạn chế của nghiên cứu này và các định hướng triển khai nghiên cứu trong tương lai.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

Kênh tài trợ từ thị trường nợ đóng vai trò then chốt trong việc gỡ bỏ áp lực phụ thuộc vào nguồn vốn ngân hàng, nhất là ở những thời điểm rủi ro vĩ mô gia tăng,

bởi việc huy động vốn qua công cụ này cung cấp nguồn lực tài chính trung và dài hạn, cho phép doanh nghiệp tự chủ hơn và tránh được những cú sốc từ biến động lãi suất của tín dụng ngắn hạn [1]. Nghiên cứu của G.J. Alexander và cs (2000) [5] nhấn mạnh rằng, quy mô tài sản và lợi nhuận là những nhân tố quyết định tính thanh khoản và khả năng thâm nhập thị trường trái phiếu của doanh nghiệp. Tại khu vực châu Á, P. Mizen và cs (2014) [6] phát hiện rằng, các doanh nghiệp có quy mô lớn và tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ có xác suất phát hành trái phiếu thành công cao hơn, đồng thời chỉ ra sự thay thế giữa nguồn vốn từ nợ và vốn chủ sở hữu. Việc huy động vốn qua công cụ này cung cấp nguồn lực tài chính trung và dài hạn, cho phép doanh nghiệp tự chủ hơn và tránh được những cú sốc từ biến động lãi suất của tín dụng ngắn hạn. Theo P. Mizen và cs (2014) [6], các yếu tố vi mô như quy mô và tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ thuận chiều với xác suất phát hành trái phiếu thành công. Tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy nợ không đi kèm chiến lược quản trị rủi ro dòng tiền có thể dẫn đến rủi ro thanh khoản nghiêm trọng.

Tại Việt Nam, thị trường trái phiếu doanh nghiệp đang trong tiến trình tái cấu trúc mạnh mẽ thông qua việc từng bước hoàn thiện khung khổ pháp lý về công bố thông tin. Theo P.T. Manh và cs (2020) [3] và D.T. Thuy (2025) [4], sự chuyển dịch chính sách sang cơ chế quản lý nghiêm ngặt hơn, đặc biệt từ sau Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 và Nghị định số 65/2022/NĐ-CP ngày 16/9/2022 của Chính phủ đòi hỏi các doanh nghiệp phát hành phải tăng cường tính minh bạch khi sử dụng kênh vốn này, từ đó đặt ra yêu cầu thích ứng cao về năng lực quản trị tài chính và chi phí tuân thủ. Liên quan đến hành vi phát hành, P.T. Manh và cs (2020) [3] đã chứng minh thông qua mô hình hồi quy logistic rằng, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính là hai nhân tố nội tại quan trọng nhất quyết định giá trị phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào các yếu tố thúc đẩy phát hành thay vì phân tích sâu ảnh hưởng của nó đến hiệu quả kinh doanh.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã được các học giả quốc tế nghiên cứu và tiếp cận từ nhiều khía cạnh khác nhau. M. Cantillo và cs (2000) [7] khẳng định, các doanh nghiệp có quy mô lớn và dòng tiền ổn định có xác suất phát hành trái phiếu thành công cao hơn. P. Mizen và cs (2014) [6] chỉ ra rằng, quyết định phát hành trái phiếu dựa trên hai nhóm nhân tố cốt lõi là uy tín (quy mô, tuổi doanh nghiệp) và tính thanh khoản.

Về tác động vĩ mô, R. Tendulkar (2015) [8] xác định quy mô thị trường trái phiếu nội địa chịu ảnh hưởng trực tiếp từ số lượng công ty niêm yết và quy mô tín dụng nội

địa. Đáng chú ý, nghiên cứu của L.C.B. Argandoña và cs (2022) [9] tại khu vực Mỹ Latinh cho thấy, sự phát triển của thị trường trái phiếu có mối tương quan thuận chiều mật thiết với tăng trưởng GDP quốc gia. Ngược lại, lạm phát cao và lãi suất biến động được xác định là những rào cản chính đối với sự ổn định của thị trường này [10].

Tại thị trường Việt Nam, các nghiên cứu thường tập trung vào thực trạng pháp lý và rào cản tăng trưởng. C.T.T. Hang (2019) [11] và D.T. Bui và cs (2021) [12] chỉ ra rằng, áp lực lớn đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam khi tham gia thị trường nợ không chỉ nằm ở quy mô tài sản, mà còn ở chi phí tuân thủ chuẩn mực công bố thông tin và chi phí thu xếp vốn phát hành khá cao so với kênh tín dụng ngân hàng truyền thống. Đồng thời, C.T.T. Hang (2019) [11] cũng chỉ ra rằng, việc phát hành trái phiếu chủ yếu dưới hình thức riêng lẻ đã làm hạn chế tính thanh khoản và sự tham gia của nhà đầu tư đại chúng.

Trong phân tích định lượng, P.T. Manh và cs (2020) [3] xác định quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ đòn bẩy tài chính và GDP là những yếu tố then chốt quyết định khả năng phát hành trái phiếu doanh nghiệp. N.H. Nhan và cs (2014) [13] chứng minh rằng, độ mở của nền kinh tế và quy mô hệ thống ngân hàng có tác động thuận chiều tới quy mô trái phiếu doanh nghiệp hiện hành. Tuy nhiên, các nghiên cứu về ảnh hưởng trực tiếp của trái phiếu tới hiệu quả hoạt động, đặc biệt trong ngành nông nghiệp, vẫn còn là một khoảng trống nghiên cứu đáng kể. Theo D.T. Bui và cs (2021) [12], việc tận dụng nợ vay hiệu quả giúp doanh nghiệp tối ưu hóa lá chắn thuế và nâng cao ROA và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Dưới góc nhìn của lý thuyết lá chắn thuế, việc vay nợ tạo ra các khoản chi phí lãi vay được khấu trừ, qua đó làm giảm gánh nặng thuế thu nhập và gia tăng lợi nhuận ròng. Khi quản trị nợ tốt, doanh nghiệp vừa có thêm dòng tiền mở rộng hoạt động, vừa tối ưu hóa được các lợi ích tài chính từ thuế.

Khả năng thanh toán nhanh giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định tài chính, giảm rủi ro vỡ nợ ngắn hạn và tạo điều kiện thuận lợi cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Các nghiên cứu của K.M. Khalifa và cs (2013) [14] cho thấy, tính thanh khoản có tương quan thuận với ROA. Doanh nghiệp hoạt động lâu năm thường tích lũy được nhiều kinh nghiệm, uy tín, quản trị doanh nghiệp vượt trội và các mối quan hệ sâu rộng với ngân hàng, giúp họ tiếp cận vốn dễ dàng hơn [15, 16]. Với lợi thế kinh tế về quy mô, các công ty lớn có khả năng cạnh tranh cao hơn, chi phí sản xuất biên thấp hơn và thâm nhập thị trường tốt hơn giúp doanh nghiệp lớn đạt mức lợi nhuận cao hơn thông qua việc khai thác nguồn lực tối ưu [17, 18].

Phát hành trái phiếu doanh nghiệp được xem là một hình thức huy động vốn trung và dài hạn thiết yếu, cho phép doanh nghiệp tiếp cận nguồn tài chính ổn định để phục vụ các mục tiêu đầu tư chiến lược, mở rộng quy mô sản xuất và tái cơ cấu tài chính. Khác với tín dụng ngân hàng thường đi kèm với các điều kiện giải ngân khắt khe và lãi suất biến động, trái phiếu giúp doanh nghiệp giảm sự phụ thuộc vào các khoản vay ngắn hạn, từ đó chủ động hơn trong việc đầu tư vào các yếu tố cốt lõi như công nghệ, vùng nguyên liệu và hạ tầng logistics. Theo nghiên cứu của O. Kowalewski và cs (2019) [19], thị trường trái phiếu doanh nghiệp đóng vai trò là kênh tài chính thay thế quan trọng, giúp giảm thiểu tác động tiêu cực của các cuộc khủng hoảng tài chính khi nguồn vốn ngân hàng bị thắt chặt. Đặc biệt, đối với ngành nông sản, việc huy động vốn dài hạn qua trái phiếu là nút thắt để doanh nghiệp đầu tư vào chuỗi cung ứng khép kín và chế biến sâu, từ đó nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả hoạt động.

Dưới góc độ lý thuyết cấu trúc vốn, việc sử dụng nợ trái phiếu giúp doanh nghiệp tận dụng Lý thuyết lá chắn thuế của F. Modigliani và cs (1963) [20]. Chi phí lãi vay trái phiếu thường được khấu trừ thuế, làm giảm tổng chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) và trực tiếp nâng cao lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp. Ngoài ra, trong trường hợp doanh nghiệp có mức độ tín nhiệm cao, lãi suất trái phiếu có thể thấp hơn đáng kể so với lãi suất vay ngân hàng thương mại. B.N. Bhattacharyay (2013) [1] khẳng định sự phát triển của thị trường nợ giúp các đơn vị kinh doanh đa dạng hóa công cụ tài chính, từ đó tối ưu hóa cấu trúc nợ để đối phó với rủi ro hệ thống.

Theo lý thuyết đại diện của M.C. Jensen (1986) [21], việc phát hành nợ thông qua trái phiếu đóng vai trò là một cơ chế kỷ luật đối với các nhà quản lý, buộc họ phải vận hành doanh nghiệp hiệu quả hơn để đảm bảo nghĩa vụ trả nợ. Đồng thời, việc phát hành trái phiếu thành công gửi đi một tín hiệu (signaling) về sức khỏe tài chính và triển vọng tăng trưởng tốt của doanh nghiệp tới các nhà đầu tư. Sự gia tăng minh bạch thông tin theo Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 của Chính phủ (có hiệu lực từ ngày 1/2/2019) buộc doanh nghiệp phải công khai báo cáo tài chính đã kiểm toán, từ đó không chỉ bảo vệ nhà đầu tư, mà còn giúp các doanh nghiệp uy tín tăng cường vị thế cạnh tranh trên thị trường.

Nghiên cứu thực nghiệm của P. Mizen và cs (2014) [6] chỉ ra rằng, quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu có mối quan hệ thuận chiều với khả năng phát hành nợ. Các doanh nghiệp nông sản niêm yết tại Việt Nam chủ yếu là các công ty lớn có hệ thống quản trị tốt, giúp họ dễ dàng tiếp cận thị trường trái phiếu hơn. Khi huy động được nguồn vốn lớn với chi phí hợp lý, các doanh

nh nghiệp này có thể tối ưu hóa tỷ lệ chi phí cố định trên sản phẩm, tận dụng lợi thế kinh tế nhờ quy mô để cải thiện chỉ số ROA và ROS. Việc chủ động nguồn vốn dài hạn với chi phí hợp lý thông qua trái phiếu giúp doanh nghiệp cải thiện vị thế cạnh tranh và lợi nhuận [5, 6]. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết: Việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong bối cảnh minh bạch hóa thông tin có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng (panel data) từ 63 doanh nghiệp xuất nhập khẩu nông sản niêm yết trên HNX và HOSE trong giai đoạn 2014-2023 [22], với tổng cộng 630 mẫu quan sát. Sau khi loại bỏ một số quan sát bị khuyết thiếu số liệu cục bộ, cỡ mẫu sạch thực tế được sử dụng để ước lượng hồi quy là 602 mẫu quan sát. Nguồn dữ liệu được trích xuất từ báo cáo tài chính đã kiểm toán công bố trên các hệ thống Công ty Cổ phần Chứng khoán (SSI), Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC) và cổng thông tin của hai sở giao dịch.

Dựa trên định hướng của Bộ Tài chính, điểm nghẽn về tính minh bạch của thị trường trái phiếu đã được giải quyết cơ bản kể từ ngày 1/2/2019 thông qua việc áp dụng Nghị định số 163/2018/NĐ-CP của Chính phủ ngày 4/12/2018, thay thế Nghị định số 90/2011/NĐ-CP của Chính phủ ngày 14/10/2011. Quy định mới này bắt buộc các đơn vị phát hành phải tập trung báo cáo thông tin tại Sở Giao dịch Chứng khoán. Nhằm định lượng trực tiếp tác động của chính sách này, nghiên cứu thiết lập biến giả BOND. Biến BOND này nhận giá trị bằng 1 đối với các năm tài chính từ 2019 trở đi khi áp dụng Nghị định về công khai, minh bạch hóa thông tin thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bằng 0 cho các năm trước đó.

Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng các biến kiểm soát bao gồm đòn bẩy tài chính (LEV) được đo bằng tổng nợ trên tổng tài sản [23], quy mô doanh nghiệp (ASSET) được đo bằng cách lấy logarit tự nhiên của tổng tài sản doanh nghiệp [24], số năm thành lập doanh nghiệp (AGE) [25] được tính bằng cách lấy logarit tự nhiên của số năm thành lập doanh nghiệp. Hệ số thanh khoản hiện hành (LIQ) được xác định bằng tỷ lệ giữa tổng tài sản lưu động chia cho tổng nợ ngắn hạn phải trả [26, 27]. Các biến được đo lường chi tiết theo bảng 1.

Nghiên cứu này sử dụng phân tích thống kê mô tả và xây dựng mô hình hồi quy tuyến tính. Phân tích hồi quy bội được thực hiện với biến phụ thuộc hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được đo lường bằng ROA và ROS. Để lượng hóa tác động chính sách và các yếu tố vi mô của doanh nghiệp, nhóm tác giả xây dựng phương trình hồi quy tuyến tính bội đa biến với ước lượng hiệu ứng cố định (fixed effects model) kết hợp kỹ thuật Robust

Standard Errors để điều chỉnh sai số vững chống lại hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Toàn bộ mã nguồn hồi quy được xử lý trên phần mềm Stata phiên bản 16.

$$\text{Hiệu quả hoạt động}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{BOND}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{LIQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ASSET}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \text{YearFE} + \varepsilon$$

Bảng 1. Tóm tắt các biến nghiên cứu.

Tên biến	Định nghĩa	Kỳ vọng
<i>Hiệu quả hoạt động</i>		
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản, được tính bằng Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	
ROS	Tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu, được tính bằng Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	
BOND	Biến giả chính sách, bằng 1 kể từ năm tài chính 2019 (giai đoạn minh bạch hóa trái phiếu theo Nghị định số 163/2018/NĐ-CP) và bằng 0 cho các năm trước đó	+/-
<i>Biến kiểm soát</i>		
LEV	Đòn bẩy tài chính, được tính bằng Tổng nợ/Tổng tài sản	+/-
ASSET	Quy mô doanh nghiệp, được tính bằng logarit tổng tài sản	+
LIQ	Tính thanh khoản, đo khả năng thanh toán ngắn hạn, được tính bằng Tổng tài sản ngắn hạn/Tổng nợ ngắn hạn	+
AGE	Logarit tổng số năm doanh nghiệp thành lập	+

Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu.

4. Kết quả và bàn luận

Kết quả thống kê bảng 2 mô tả từ 630 mẫu quan sát cho thấy, hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu nông sản giai đoạn 2014-2023 nhìn chung khá khiêm tốn với giá trị trung bình ROA xấp xỉ mức -0,05% và ROS ở mức -2,38%. Điều này phản ánh thực trạng cạnh tranh khốc liệt và rủi ro cao trong chuỗi cung ứng nông sản, nhiều doanh nghiệp trong ngành gặp khó khăn và thua lỗ trong giai đoạn này. Về cơ cấu vốn, mức đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình rất cao đạt 396,2%, cho thấy các doanh nghiệp xuất nhập khẩu nông sản tại Việt Nam phụ thuộc lớn vào đòn bẩy nợ để tài trợ hoạt động.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến.

Biến	Obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ROA	602	-,0004923	,5625076	-10,49003	,7836998
ROS	602	-,0237867	,5578355	-6,958783	1,678176
BOND	630	,5	,5003973	0	1
LEV	602	3,962125	68,96764	-59,60832	1689,878
LIQ	602	2,146185	2,845835	,0037416	29,40705
ASSET	602	27,33124	1,832408	20,2732	32,62406
AGE	627	3,169147	,6737847	0	4,828314

Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu.

Trong bảng 3, ma trận hệ số tương quan, kết quả phân tích tương quan giữa các biến trong bảng cho thấy các biến LEV, ASSET và LIQ đều có mối liên hệ cùng chiều với ROA và ROS. Tuy nhiên, biến AGE và BOND có quan hệ ngược chiều với ROA và ROS. Kết quả cho thấy, các doanh nghiệp xuất khẩu có đòn bẩy tài chính cao thì sẽ có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản và tổng vốn chủ sở hữu cao. Điều này cũng phù hợp với lý thuyết kinh tế, bởi vì khi một doanh nghiệp nắm giữ tài sản cao sẽ dễ dàng sử dụng để tăng khả năng tìm kiếm lợi nhuận. Ngoài ra, hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nằm ở mức rất thấp, mô hình ít có nguy cơ gặp hiện tượng đa cộng tuyến. Kết hợp với các mối tương quan không chỉ ra quan hệ nhân quả hay hướng liên kết, vì vậy nhóm tác giả sẽ tiến hành phân tích hồi quy kết quả để rút ra những suy luận cụ thể hơn.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan.

	ROA	ROS	LEV	LIQ	ASSET	AGE	BOND
ROA	1,000						
ROS	0,7980	1,000					
LEV	0,0063	0,0087	1,000				
LIQ	0,0764	0,0907	-0,0248	1,000			
ASSET	0,1964	0,3167	-0,0334	-0,0896	1,000		
AGE	-0,0794	-0,0405	-0,0244	0,0981	0,0042	1,000	
BOND	-0,0763	-0,0989	0,0372	0,0672	0,0488	0,1761	1,000

Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu.

Trước khi thực hiện hồi quy phân tích định lượng, nghiên cứu tiến hành kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến, hệ số phóng đại phương sai (VIF). Kết quả tại bảng 4 chỉ ra rằng, hệ số VIF của tất cả các biến đều nằm rất gần giá trị 1 và hệ số VIF trung bình chỉ đạt 1,03. Theo các tiêu chí kinh tế lượng, điều này khẳng định mô hình hoàn toàn không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến và kết quả hồi quy là vững.

Bảng 4. Kiểm định đa cộng tuyến.

Biến	VIF	1/VIF
AGE	1,04	0,957289
BOND	1,04	0,958432
LIQ	1,02	0,978773
ASSET	1,01	0,988148
LEV	1,00	0,995554
MEAN VIF	1,03	

Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu.

Bảng 5 cho thấy, kết quả hồi quy ước lượng hiệu ứng cố định (FEM) với sai số chuẩn Robust Standard Errors phản ánh mối quan hệ giữa BOND có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động, với hệ số hồi quy là -0,09011 ($p=0,049<0,05$). Điều này có nghĩa là khi bước

vào giai đoạn minh bạch hóa thông tin trái phiếu, chỉ số ROA trung bình của doanh nghiệp giảm. Ngược lại, tính thanh khoản (LIQ) và quy mô tài sản (ASSET) có tác động tích cực đáng kể ($p < 0,01$) đến ROA. Tương tự, biến BOND ảnh hưởng tiêu cực mạnh mẽ đến ROS với hệ số $-0,13216$ ($p = 0,003 < 0,01$). Trong khi đó, các biến kiểm soát LEV, LIQ và ASSET đều thể hiện mối tương quan thuận chiều với hiệu quả trên doanh thu.

Bảng 5. Kết quả hồi quy.

	ROA	ROS
Constant	-1,57148*** (-4,44)	-2,72728*** (-8,08)
BOND	-0,09011** (-1,97)	-0,13216*** (-3,03)
LEV	0,00014 (0,43)	0,00022 (0,70)
LIQ	0,02140*** (2,70)	0,02590*** (3,42)
ASSET	0,06496*** (5,28)	0,10250*** (8,74)
AGE	-0,06451* (-1,86)	-0,02727 (-0,83)
N	602	602
R-Square	0,231	0,315

Mức ý nghĩa 1%, 5% và 10% lần lượt được ký hiệu ***, ** và *. Giá trị t-statistic của Robust Standard Errors. Nguồn: Nhóm tác giả nghiên cứu.

Kết quả thực nghiệm cho thấy, hệ số hồi quy BOND có ý nghĩa thống kê âm đáng kể đối với cả ROA (hệ số $-0,09011$; $p < 0,05$) và ROS (hệ số $-0,13216$; $p < 0,01$), thể hiện mối quan hệ tiêu cực với hiệu quả hoạt động, điều này trái ngược với giả thuyết. Kể từ tháng 2/2019, Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 buộc doanh nghiệp phải công khai thông tin định kỳ và bất thường qua Sở Giao dịch Chứng khoán. Đối với các doanh nghiệp nông sản vốn có quy mô chưa quá lớn, việc tuân thủ các quy định nghiêm ngặt về kiểm toán và công bố thông tin gây ra áp lực chi phí tài chính đáng kể, làm giảm lợi nhuận trong ngắn hạn. Giai đoạn áp dụng chuẩn mực công bố thông tin mới (từ năm 2019) diễn ra song song với khủng hoảng y tế toàn cầu COVID-19. Cú sốc vĩ mô này đã làm đình trệ các hoạt động tiêu dùng cũng như chuỗi sản xuất, phá vỡ sự ổn định dòng tiền của doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, áp lực thanh toán gốc và lãi trái phiếu định kỳ trở thành gánh nặng tài chính, kéo lùi tỷ suất sinh lời. Sân chơi trái phiếu doanh nghiệp nội địa hiện nay vẫn bị chi phối chủ yếu bởi các tập đoàn quy mô lớn hoặc doanh nghiệp quốc doanh. Nhóm công ty nông sản quy mô vừa và nhỏ thường khó tiếp cận kênh này bởi chi phí thu xếp vốn qua sàn chứng khoán đắt đỏ hơn nhiều so với tín dụng ngân hàng, cộng thêm sự vắng bóng của các đơn vị đánh giá tín nhiệm độc lập trên

thị trường. Sự nghịch chiều trong kết quả hoàn toàn phù hợp với lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) [28] trong bối cảnh thể chế chuyển dịch tại Việt Nam. Kết quả này ủng hộ giả thuyết H1 về việc chính sách minh bạch thông tin trái phiếu tác động mạnh mẽ đến hiệu quả hoạt động kinh doanh, tuy nhiên chiều tác động lại mang tính tiêu cực trong ngắn hạn.

Kết quả tích cực của biến LIQ và ASSET đối với hiệu quả hoạt động hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu trước đó. Theo K.M. Khalifa và cs (2013) [14], khả năng thanh toán cao giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định tài chính và giảm rủi ro nợ ngắn hạn. Kết quả khẳng định vai trò bệ đỡ tài chính của tính thanh khoản đối với doanh nghiệp nông sản. Về quy mô, kết quả đồng nhất với nghiên cứu của V. Flamini và cs (2009) [17], khẳng định các doanh nghiệp lớn tận dụng được lợi thế kinh tế nhờ quy mô để tối ưu hóa chi phí cố định và tăng cường khả năng cạnh tranh.

Kết quả tác động tiêu cực của biến chính sách nợ BOND trái ngược với kỳ vọng ban đầu về vai trò thúc đẩy tăng trưởng của kênh trái phiếu lên hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Thay vào đó, kết quả này đồng thuận với quan điểm của O. Kowalewski và cs (2019) [19], D.T. Bui và cs (2021) [12] về áp lực thể chế tại các thị trường mới nổi. Sự sụt giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được giải thích thông qua lý thuyết đại diện [21]. Việc gia tăng nợ nần buộc nhà quản lý phải chịu áp lực giám sát lớn. Trong giai đoạn nghiên cứu, việc thực thi Nghị định số 163/2018/NĐ-CP ngày 4/12/2018 bắt buộc minh bạch thông tin đã làm phát sinh các chi phí tuân thủ, kiểm toán và công bố thông tin đáng kể. Đối với các doanh nghiệp nông sản Việt Nam vốn có quy mô chưa đủ lớn, những chi phí gián tiếp đã trực tiếp bào mòn lợi nhuận trong ngắn hạn. Nghiên cứu phát hiện việc phát hành trái phiếu ở nhiều doanh nghiệp nông sản không đi kèm tài sản đảm bảo vững chắc hoặc kế hoạch trả nợ rõ ràng, gây áp lực chi phí tài chính cực lớn lên dòng tiền. Theo lý thuyết đánh đổi [28], khi nợ vượt quá ngưỡng tối ưu, lợi ích từ lá chắn thuế sẽ bị lấn át bởi chi phí kiệt quệ tài chính. Ngoài ra, mốc thời gian minh bạch về trái phiếu doanh nghiệp năm 2019 trùng khớp với sự bùng phát của đại dịch. Theo đó, COVID-19 gây áp lực nặng nề đến kinh tế vĩ mô, hạn chế tiêu dùng và làm đứt gãy chuỗi cung ứng nông sản. Trong bối cảnh doanh thu sụt giảm, nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi trái phiếu định kỳ đã trở thành gánh nặng, làm suy giảm nghiêm trọng chỉ số hiệu quả hoạt động ROA và ROS của doanh nghiệp.

Một yếu tố quan trọng khác là thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam còn non trẻ, chủ yếu do các doanh nghiệp nhà nước và ngân hàng thống trị. Các doanh nghiệp xuất nhập khẩu nông sản vừa và nhỏ

gặp rào cản do chi phí phát hành qua thị trường chứng khoán cao hơn vay ngân hàng và thiếu sự bảo lãnh từ các tổ chức định mức tín nhiệm uy tín. Do đó, việc huy động vốn qua kênh này chưa thực sự mang lại hiệu quả tối ưu cho ngành nông sản trong giai đoạn 2014-2023.

Để chứng minh kết quả là tin cậy và không phụ thuộc vào cách đo lường, kiểm định độ bền bằng cách chạy đồng thời hai mô hình hồi quy với hai biến phụ thuộc hoàn toàn độc lập ROA và ROS. Sự đồng thuận về chiều tác động âm của biến chính BOND trên cả hai mô hình bảng 5 chính là một bằng chứng vững chắc, cho thấy kết quả nghiên cứu không bị ảnh hưởng bởi lỗi đo lường. Ngoài ra, việc sử dụng ước lượng Robust Standard Errors giúp khắc phục triệt để hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Do đó, kết quả thể hiện sự nghịch chiều trái ngược với kỳ vọng ban đầu của lý thuyết lá chắn thuế và lý thuyết tín hiệu, nhưng hoàn toàn giải thích được một cách thỏa đáng thông qua bối cảnh chuyển dịch thể chế tại Việt Nam. Việc thực thi nghiêm ngặt Nghị định số 163/2018/NĐ-CP của Chính phủ ngày 4/12/2018 buộc các doanh nghiệp phát hành trái phiếu phải chịu thêm một lượng lớn chi phí tuân thủ thông tin, bao gồm chi phí kiểm toán độc lập định kỳ, chi phí thiết lập cổng công bố thông tin tập trung trên sàn giao dịch chứng khoán, những chi phí gián tiếp này đã trực tiếp bào mòn biên lợi nhuận ròng ngắn hạn của doanh nghiệp.

5. Kết luận

Nghiên cứu này phản ánh thực trạng rằng, kênh huy động vốn qua trái phiếu chưa thực sự mang lại hiệu quả tối ưu cho các doanh nghiệp nông sản trong giai đoạn 2014-2023 dưới sức ép của chính sách minh bạch thông tin mới và đại dịch COVID-19. Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ áp lực chi phí tuân thủ minh bạch thông tin theo Nghị định số 163/2018/NĐ-CP của Chính phủ ngày 4/12/2018, việc thiếu các tổ chức định mức tín nhiệm uy tín để bảo lãnh rủi ro, và đặc biệt là tác động tiêu cực từ đại dịch COVID-19 đã làm gián đoạn chuỗi cung ứng và bào mòn lợi nhuận. Ngược lại, tính thanh khoản và quy mô tài sản vẫn là những nhân tố thúc đẩy hiệu quả hoạt động bền vững cho ngành.

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, Nhà nước cần hoàn thiện hành lang pháp lý, trọng tâm thực hiện hiệu quả Nghị định số 88/2014/NĐ-CP của Chính phủ ngày 26/9/2014 để phát triển mức tín nhiệm độc lập của các công ty theo tiêu chuẩn quốc tế, giúp nhà đầu tư có căn cứ đánh giá rủi ro chính xác. Đồng thời, tăng cường chế tài xử lý thông tin sai lệch để bảo vệ tính thanh khoản và niềm tin trên thị trường. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cần chủ động đa dạng hóa cấu trúc nguồn vốn, các hình thức huy động vốn, không nên quá lệ thuộc vào nợ trái phiếu

nếu chưa có tài sản đảm bảo vững chắc. Doanh nghiệp nên ưu tiên tối ưu hóa chi phí sản xuất để hạ giá thành sản phẩm và nâng cao chất lượng công bố thông tin nhằm tiếp cận dòng vốn dài hạn với chi phí hợp lý hơn.

Mặc dù bài nghiên cứu đạt được các mục tiêu đề ra, tuy nhiên vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định. Thứ nhất, dữ liệu dừng lại ở năm 2023 để đảm bảo bộ dữ liệu bảng hoàn toàn cân bằng cho 63 doanh nghiệp nông nghiệp tại thời điểm thu thập. Thứ hai, nghiên cứu chỉ mới sử dụng biến giả chính sách BOND để phản ánh thời điểm thể chế thay đổi mà chưa đo lường trực tiếp quy mô phát hành riêng lẻ của từng doanh nghiệp do cơ sở dữ liệu về trái phiếu nông nghiệp tại Việt Nam hiện tại vẫn còn chưa đồng đều. Đây sẽ là những hướng nghiên cứu đặt giá trong tương lai khi tác giả cập nhật thêm dữ liệu các năm 2024 và 2025 và sử dụng các phương pháp ước lượng mạnh mẽ hơn để xử lý triệt để vấn đề nội sinh. Từ đó, trong tương lai, các nghiên cứu cần mở rộng bộ chỉ số đo lường hiệu quả hoạt động và bổ sung các biến vĩ mô như lãi suất, tỷ giá, kéo dài chu kỳ nghiên cứu để phân tích các xu hướng biến động theo thời gian sâu sắc hơn và áp dụng các kỹ thuật phân tích dữ liệu tiên tiến để khám phá các mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc nợ và hiệu quả kinh doanh.

LỜI CẢM ƠN

Nhóm tác giả chân thành cảm ơn đóng góp của sinh viên Phạm Hồng Vân trong việc hỗ trợ thu thập dữ liệu của các doanh nghiệp nông sản.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] B.N. Bhattacharyay (2013), "Determinants of bond market development in Asia", *Journal of Asian Economics*, **24**, pp.124-137, DOI: 10.1016/j.asieco.2012.11.002.
- [2] Ministry of Agriculture and Environment (2024), *Report Summarizing The Production, Processing, and Import-Export Situation of Vietnam's Agricultural, Forestry, and Fishery Products in 2024* (in Vietnamese).
- [3] P.T. Manh, T.T.T. Huong, N.T. Phuong (2020), "What factors influence the decision to issue corporate bonds and their issuance value? What are the roles of the board of directors and major auditing firms in Vietnam?", *International Journal of Entrepreneurship*, **24**(1), pp.1-12.
- [4] D.T. Thuy (2025), "The impact of the corporate bond market on banking operations", *Financial and Monetary Markets Journal*, **3**, pp.12-15 (in Vietnamese).
- [5] G.J. Alexander, A.K. Edwards, M.G. Ferri (2000), "The determinants of trading volume of high-yield corporate bonds", *Journal of Financial Markets*, **3**(2), pp.177-204, DOI: 10.1016/S1386-4181(00)00005-7.
- [6] P. Mizen, F. Packer, E. Remolona, et al. (2014), "Capital structure and the issuance of corporate bonds in emerging Asia", *Global Shock, Risks, and Asian Financial Reform*, Edward Elgar Publishing, pp.510-540, DOI: 10.4337/9781783477944.00025.

- [7] M. Cantillo, J. Wright (2000), "How do firms choose their lenders? An empirical investigation", *The Review of Financial Studies*, **13**(1), pp.155-189, DOI: 10.1093/rfs/13.1.155.
- [8] R. Tendulkar (2015), *Corporate Bond Markets: An Emerging Markets Perspective*, Vol. II, Staff Working Paper of The IOSCO Research Department, 138pp.
- [9] L.C.B. Argandoña, S.C. Rambaud, J.L. Pascual (2022), "The impact of sustainable bond issuances in the economic growth of the Latin American and Caribbean countries", *Sustainability*, **14**(8), DOI: 10.3390/su14084693.
- [10] A. Jonas, A.K. Nyange, A.R. Yusuph (2024), "Analyzing the determinants of bond market development in Nigeria", *Journal of Applied Economics in Developing Countries*, **9**(2), pp.77-84, DOI: 10.20961/jaedic.v9i2.92942.
- [11] C.T.T. Hang (2019), "Experience in green bond development in China and lessons for Vietnam", *Finance Magazine*, **71**(1), pp.45-48 (in Vietnamese).
- [12] D.T. Bui, N.H. Huan, V.M. Ngo (2021), "Financial leverage and performance of SMEs in Vietnam: Evidence from the post-crisis period", *Economics and Business Letters*, **10**(3), pp.229-239, DOI: 10.17811/eb.10.3.2021.229-239.
- [13] N.H. Nhan, L.P. Dung, N.T.T. Quang (2014), "Developing the corporate bond market: An empirical study in Vietnam", *Journal of Economics and Development*, **20**(7), pp.37-45 (in Vietnamese).
- [14] K.M. Khalifa, Z. Shafii (2013), "Financial performance and identify affecting factors in this performance of non-oil manufacturing companies listed on Libyan Stock Market (LSM)", *European Journal of Business and Management*, **5**(12), pp.82-99.
- [15] N.Q. Nghi, M.V. Nam (2011), "Factors affecting the business performance of small and medium-sized enterprises in Can Tho city", *Can Tho University Journal of Science*, **19**(B), pp.122-129 (in Vietnamese).
- [16] G.M. Agiomirgianakis, A.I. Magoutas, G. Sfakianakis (2012), "Determinants of profitability and the decision-making process of firms in the tourism sector: The case of Greece", *International Journal of Decision Sciences, Risk and Management*, **4**(3/4), pp.294-299, DOI: 10.1504/IJDSRM.2012.053381.
- [17] V. Flamini, C.A. McDonald, L.B. Schumacher (2009), "The determinants of commercial bank profitability in Sub-Saharan Africa", *IMF Working Papers*, WP/09/275-<https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2016/12/31/the-determinants-of-commercial-bank-profitability-in-sub-saharan-africa-22572>, accessed 5 June 2026.
- [18] D.N.P. Anh (2010), "Factors affecting financial structure and financial performance: A path analysis approach", *Journal of Science and Technology, The University of Danang*, **5**(40), pp.14-22 (in Vietnamese).
- [19] O. Kowalewski, P. Pisany (2019), "Growth of corporate bond markets in Asia", *Research in International Business and Finance*, **47**, pp.510-540, DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.01.014.
- [20] F. Modigliani, M.H. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction", *The American Economic Review*, **53**(3), pp.433-443.
- [21] M.C. Jensen (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, **76**(2), pp.323-329.
- [22] B.H. Baltagi (2021), *Econometric Analysis of Panel Data* (6th ed.), Springer, 424pp.
- [23] A. Ghosh, P.C. Jain (2000), "Financial leverage changes associated with corporate mergers", *Journal of Corporate Finance*, **6**(4), pp.377-402, DOI: 10.1016/S0929-1199(00)00007-9.
- [24] R. Kaur (2018), "Determinants of capital structure: A literature review", *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, **8**(8), pp.1-16, DOI: 10.5958/2249-7323.2018.00052.4.
- [25] M.M. Amer (2016), "Measuring the effect of the board of directors and audit committee characteristics on firm financial performance in Egypt", *Proceedings of 6th Annual American Business Research Conference*, **9**, pp.1-15, DOI: 10.25401/cardiffmet.20269677.
- [26] A.Y. Almajali, S.A. Alamro, Y.Z. Al-Soub (2012), "Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman Stock Exchange", *Management Research*, **4**(2), pp.266-289.
- [27] M.O. Maleya, W. Muturi (2013), "Factors affecting the financial performance of listed companies at the Nairobi Securities Exchange in Kenya", *Research Journal of Finance and Accounting*, **4**(15), pp.99-105, DOI: 10.51505/IJEBHR.2022.6908.
- [28] A. Kraus, R.H. Litzenberger (1973), "A state-preference model of optimal financial leverage", *The Journal of Finance*, **28**(4), pp.911-922, DOI: 10.2307/2978343.